

平成30年度 証券ゼミナール大会

第5テーマ

『機関投資家の投資行動と証券市場』

5



国士舘大学

野下ゼミナール えいじろう班

目次

	はじめに	p2
	第1章 証券市場	
5	第1節 証券市場の意義と目的	p3
	第2節 証券市場を活性化させる方策	p5
	第3節 株式保有構造の変化	p7
	第4節 株式市場の現状	p8
10	第2章 機関投資家の役割と行動	
	第1節 機関投資家の役割	p10
	第2節 機関投資家の種類	p10
	第3節 機関投資家の行動方針	p12
15	第3章 企業のあるべき姿	
	第1節 企業の資金調達手段	p14
	第2節 企業価値	p15
	第3節 企業の情報開示	p18
20	第4章 インベストメント・チェーンと2つのコード	
	第1節 インベストメント・チェーン	p20
	第2節 スチュワード・シップ・コード	p21
	第3節 コーポレート・ガバナンス・コード	p22
25	むすび	p23

5

はじめに

証券市場は、戦後日本の経済成長に伴い成長をしてきた。東京証券取引所で株式の取引が再開されると共に、日本株の歩みが始まった。日本経済が復興を遂げ、高度成長へと進む。しかし、米国株の急落をはじめ、世界の株式市場が大暴落した「ブラックマンデー」に見舞われたが、日本経済は金融緩和を背景に急速な回復を見せ、バブル経済が形成された。1989年12月29日、日本平均株価は終値で過去最高の3万8915円に達した。東証1部上場企業の時価総額は590兆円を超えた。取引再開から40年で約3800倍に達した。ここで、バブル経済が崩壊した。バブル崩壊以降、株価は急落し、2008年に起きたリーマン・ショックを契機に、日本平均株価はさらに大幅に下落し、日本の証券市場は停滞した。そのバブル崩壊の背景には、長期に渡るデフレ状態が原因だと考えられる。リーマン・ショック以前から、日本は長期に渡るデフレ状態に陥っていた。デフレ脱却に向け、日銀はこれまで景気刺激策として、継続的な金融緩和を行ってきた。2006年以降は金融緩和を辞め、金融引き締め策に転じたことでマネタリーベース残高は急落した。これに加え、リーマン・ショックの影響による円高の進行が、デフレを一層加速させたのである。

その証券市場では、かつて高かった銀行や保険会社などの国内金融機関の保有率は急速に低下していき、国内外の機関投資家の保有比率が増加することによって、彼らが証券市場に与える影響は非常に大きくなっている。そのため、今後の証券市場においては、機関投資家が重要な役割を担うのである。

2014年の安倍政権の日本再興戦略により、「コーポレート・ガバナンス・コ

ード（CGC）」と「スチュワード・シップ・コード（SSC）」の2つのコードが制定された。そこで、企業と機関投資家は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促すことで、証券市場を活性化させることが目指されている。しかしながら、上述した通り、証券市場経済は停滞している。

5 そのため今回は、証券市場を活性化させるためには機関投資家と企業がそれぞれどうあるべきか、その姿や証券市場を活性化させるための方策を議論していく。

10

第1章 証券市場

第1節 証券市場の意義と目的

15 証券とは法律적으로는証拠証券と有価証券の2種類に分類される。

図表1 有価証券の種類

有価証券の種類	証券の携帯
貨幣証券	手形、小切手
商品証券	貨物引換証
資本証券	債券、株式

出所：各種資料から作成

証券市場とは、株式市場に上場している株式、債券、投資信託が売買される市場の総称である。証券市場は発行市場と流通市場などに大きく分かれる。発行市場とは、証券のマーケットに初めて上場した時に取引される市場のことで

20

あり、流通市場とは、一度売買された証券が2回目以降に売買される市場である。証券市場は、企業経営者が銀行によらない資金調達的手段として活用する金融市場として広く認識されている。

取引される証券の種類によって株式市場と債券市場の2つに分類される。一般的には、株式市場が債券市場より取引数量が多いため、証券市場は株式市場をさすことが多い。発行市場と流通市場について株式と債券の2つの面から述べる。

発行市場とは、国や企業、地方公共団体などが新たに発行した株式や債券などの証券を、発行者から直接、または証券会社等の仲介者を通じて投資家が取得する市場のことで、「資本調達市場」などと呼ばれ、株式や債券の出資者（投資家）を募集する場所である。そのため、有価証券の発行者にとっては資金調達をするための重要な場所であり、投資家にとっては、新しい資金運用の場となっている。また、発行市場で新しく証券を発行する際には流通市場の価格が基準となり、債券の場合は現状の利回り、株式の場合は現状の株価が発行条件に反映される。

株式の発行市場は企業が外部から資金調達するために、新たに株や社債を発行して売り出す行為そのもので、新株発行による資金調達は「エクイティ・ファイナンス」と呼ばれる。多くの場合、証券会社などが新株の発行の引き受け先となり、売り出し価格や発行株数などの条件を決め、投資家を募集して直接、売りさばく形になる。新株の引き受けは「アンダーライティング業務」といわれる証券会社の主要業務の1つである。上場前には株主数など上場の条件を満たすために、広く投資家を募って価格を決めたうえで株式購入者の公開募集を行うことが、発行市場で行われる。通常、新規公開株は流通市場である証券取引所に上場したあと値上がりすることが多いため、IPOの公募には投資家の買い入れ希望が殺到して抽選になる。

発行市場でIPO株を入手した投資家は、その株が証券取引所という流通市場

に上場されたあとは自由に売却することができる。

一方、公募増資とは、すでに上場している企業が資金調達のために新株を発行して、既存の投資家に買ってもらい、第三者の新たな投資家から資金を得るために行う。

- 5 発行した株式で調達した資金は企業の純資産である自己資本となるため、資本増強という意味で増資と呼ばれる。

債権の発行市場は、企業や政府、地方自治体などが債券を発行して資金調達をしようとする際、証券会社を通じて広く一般の投資家から応募を募る。これを債券の発行市場と呼ぶ。債券が新規に発行される場合、投資家は証券会社に対して、その債券を買いたいという意思表示をすることにより債券に投資ができる。

10

債券が新規発行される場合、割引債など特殊な債券を除いて、債券は額面金額で募集している。債券の額面は100円なので、100万円の債券を購入する場合、1万口の債券を購入することが可能である。

15

購入した債券は満期日には額面である100円で償還され、100円で買った債券なので、投資額の満額が返ってくることになる。しかし、満期前に債券の発行体に対して途中解約を申し出ることにはできない。どうしても現金化したい場合は、債券の「二次市場・流通市場」において売却する必要がある。

流通市場では、投資家同士の間でその時の価格で有価証券の売買が行われる。投資家から注文を受けた証券会社はその注文を証券取引所に取り次ぎ、取引所で売買の相手を見つける取引所取引と証券会社自らが売買の相手になって取引を行う店頭取引の2つがあり、投資家にとって、流通市場は資産運用を行う上での重要な場である。株式にとって流通市場は、発行市場よりも一般的である。

20

日本証券取引所に代表される証券取引所での取引所取引や、私設取引システム（PTS）などに注文が集められて、売買が行われる店頭取引が存在する。

25

第2節 証券市場活性化の方策

証券市場の活性化のためには、目的として個人が投資家として役割を果たす必要がある。その理由として少子高齢化問題が挙げる。日本では、老後の生活資金は公的年金を中心とする考えが一般的であった。公的年金制度は、働く現役世代から保険料を集め、それを高齢者の年金給付にあてる「世代間扶養」という仕組みをとる。しかし、少子高齢化が進んでいるということは、働く現役世代と年金を受け取る世代の人口バランスが変化しているということであり、給付水準を維持することが難しくなっている。公的年金制度がなくなるとは大変考えにくいですが、年金だけに頼るのではなく、1人1人の努力によって老後の生活資金を確保していくことも想定しなければならない。そこで必要なのは日本経済が活性化することであり、戦後、日本政府によって作り上げられた銀行中心の金融制度が日本経済に大きな影響を与えたように、証券市場の活性化が日本経済の活性化につながる。

金融庁は、日本市場の規制環境や市場制度、市場参加者が取り組むべき課題について、スタディグループなどで検討している。日本の市場を活性化するためには様々な課題があるが、取引所関連に課題として以下のものがある。

(1)外国企業に対するPE課税問題。PE課税問題について、PEとは恒久的施設(Permanent Establishment: PE)の略称である。一般に事業を行う一定の場所等をいう。PEの有無は、企業が海外で事業を行う際に、活動によって生じる所得が進出国の税務当局の課税権に服するか否かを決定する重要な指標となる。例として、非居住者および外国法人が日本国内で事業を行っていても、日本国内にPEを有していない場合は、非居住者および外国法人の事業所得は日本で課税されることはない。「PEなければ課税なし」という考え方が、事業所得課税の国際的なルールとなっている。国家の課税権はその国に住んでいる人や企業にしか及ばないが、外国人や外国法人であってもその国で事業を営む

ような場合に課税する必要が生じる。そこで、外国人や外国法人の事業所得への課税ルールを決定する上で、外国法人の出先機関（PE）がその国にあるか、という PE の概念が必要となる。PE が存在する場合は、それを外国法人とは独立した内国法人であるかのようにみなして、それに対して帰属するすべての所得を申告しなければならない。逆に言えば、外国人や外国法人がある国で事業を営んでいるケースであっても、「PE なければ課税なし」という国際的なルールによって PE が存在しなければ課税されることない。仮に PE があったとしてもその事業所得が PE に帰属しないと判断できる場合はその国での課税は発生しないというものである。

10 PE とみなされる施設は以下の 3 つに分類することができる。

(i) 支店 PE

支店、出張所、事業所、事務所、工場、倉庫業者の倉庫および鉱山・採石場等天然資源を採取する場所などのことを指す。子会社などの法人格を有しないが、外国に存在する場合ははっきりとした「施設」と呼ぶことができるため PE とみなされる。しかし、情報の提供や市場調査など、あくまで準備、補助的な機能に留まる場合は PE の対象にならない。

15

(ii) 建設 PE

建設、据付け、組立て等の作業、またはその指揮監督の役務の提供を 1 年以上行う場合が該当する。

20 (iii) 代理人 PE

外国法人を代表して契約を締結する権限を持つ人が国内で反復して権限行使している場合、その人の存在自体が PE とみなされる。例えば、外国法人の営業者が日本で営業活動を行い、日本で展開する事業の重要な部分を担っているような場合は、この営業者自体が代理人 PE と認定され、日本でも課税される。

25

(2) リモートメンバーシップ制度について効率の悪いところがあり、実際に

利用を拡大するには課題が多い。リモートメンバーシップ制度とは、日本に拠点を持たない海外の業者に対して、取引参加者として取引所市場への直接参加を認める制度のことである。リモート取引参加者は通常取引参加者と同様の取引資格を取得することが可能だが、リモート取引参加者となるためには、取引所取引許可業者として金融商品取引法に基づく許可を得る必要がある。その上で、取引所の資格取得審査を経て、承認を受ける必要がある。なお、リモート取引参加者は、通常取引参加者と同様の取引を行うが、日本に居住する者からの委託注文の受託及び自社での清算はできない。取引資格を取得するに当たっては、他社清算参加者を指定する必要がある。また、海外からの委託注文を取り扱う場合は、あらかじめ取引所の承認を必要とする。

(3)日本の株式市場には取引手法をそのままシステム化したような固有のルールが今でも残っており、海外からの参加者を増やす際に大きな壁になっている。国内でヘッジファンドを設立する際にも、金融商品取引法によって高いハードルが設定されており、ハードルが高い投資運用業はシンガポールで行うファンドも行われている。

第3節 株式保有構造の変化

日本の上場企業の所有構造は、1990年代に入って大きく変化した。国内金融機関（銀行・保険会社）の保有比率が急速に低下する一方で、それに代わって内外の機関投資家の保有比率が顕著に増加した。もっとも、個々の企業の所有構造の動向を捉えることが不可欠となる。「保有主体別分布」の分類は形式的であり、属性や投資目的の違いが細かく区別されていない。例として、外国人の中には海外の事業法人と海外の機関投資家の両方が含まれるが、事業法人と機関投資家では投資行動や目的は異なる。さらに、より深刻な問題は金融機関という分類にあたる。そこでは、投資信託・年金運用分など投資収益の最大

化を目的とする機関投資家の保有分と、銀行・保険会社などそれ以外の目的から株式を保有する主体の保有分が区別されない状態である。

以上の点を考慮し、1990年以降について、各社の公表する株式保有主体別分布のデータ、大株主データ、それに企業間の相互保有関係を識別したデータベースを組み合わせて、対象とする海外機関投資家、国内機関投資家、金融機関（銀行・保険会社）の所有構造について、より厳密な独自の所有構造のデータを作成した。海外機関投資家保有分について、各社の有価証券報告書による、外国人保有比率から、外国籍の事業会社および3%以上の保有分を除いて算出した。したがって、このカテゴリーは、海外年金基金や大口投資家を受益者とする投資ファンドが中心を占める。国内機関投資家保有分は投資信託、年金信託、生保特別勘定の保有比率の合計である。なお、信託銀行の保護預かり分のうち、公的・私的年金を資金の出し手とする投資顧問会社の運用分については、判別が困難なため、この国内機関投資家保有分には含まれていない。

15 第4節 株式市場の現状

1.年初に連騰を演じて、楽観ムードで始まった日本株式市場だが、トランプ大統領の関税引き上げに対する声明をきっかけに、米国株式市場と共に急速に下落しているのが現状です。関税問題がきっかけになっているが、株式市場は下記3点を主な要因として調整に入った。米国金融引き締め政策の動向、緩和政策の変更に伴う金融市場収縮懸念LIBOR金利が表すように世界では金融引き締めが少しずつ進んでいる。その影響から債券や株式への調整が進む中で、年初の急騰からの反動もあり、株式市場が調整を始めたと考えている。日本も短期的には円高の進展により株価が下落しているが、金融緩和が継続していることから、落ち着きを取り戻せば、相対的にプラスとなっても良い状況になるのではないかと思う。

2. 新興株への懸念

ビットコインの急落や規制強化、フェイスブックの情報漏えい、Uberの事故などから、急激に新興産業や新技術に対する懸念が台頭している。新技術の社会への拡大は単純ではなく、紆余曲折の中で、少しずつ拡大する。

- 5 その中で、世の中にマイナスになる部分を排除・規制し、プラスの効果が出るように市場による淘汰が進むものである。中国や米国の株式市場ではインターネットや新技術の関連企業が牽引する株式市場で、この影響は懸念される。日本ではアマゾンやフェイスブックのような、誰もが認める主力企業があったわけではない。今後は技術が発展し、社会へ浸透する中で、大企業や既存イン
- 10 フラとの連携が必要になる段階に入ることから、日本企業の役割がこれから世界的にも期待されるものと考えており、マイナスよりもプラスの効果が期待できる。

3. 日本株の動向

- 15 日本株の動向を考える場合、企業業績への懸念が株式市場への実態を表すものとして最も重要である。自身の調査からは、昨年とはやや異なる傾向が見えてきている。昨年までは、基本的に全産業で上方修正の傾向が続いていたが、2018年3月期第3四半期決算発表では下方修正する企業にいくつかの傾向が見え始めた。
- 20 第1グループは非製造業で、特に小売等の消費関連銘柄だ。寒波などの天候不順に加えて人件費、運送費上昇によるコストアップが悪影響及ぼしている企業で、これら消費関連銘柄では毎年のように消費低迷という名のもとに下方修正、低迷が続いている。楽観的に見れば、コストアップが顕在化しているというのは、コストが上がれば価格を上げる、という他国では当たり前の経済活動
- 25 が通用していなかった日本経済が正常化したと言える。厳しい環境の企業には値上げを躊躇するような商慣習があり、これがデフレ脱出の遅れの原因であっ

たが、ヤマト運輸の値上げに代表されるように、日本もコストアップが避けられない段階になってきた。

第2グループは、国内に限らず原油、資源価格の上昇によるコストアップによる製造業の下方修正である。特に化学関連の企業に多く見られる。こちらも
5 内需消費関連と同様ではあるが、製造業では時間のずれがあるにしても、しっかり価格転嫁する仕組みは出来上がっており、来年後半にはこれら下方修正した企業の業績は回復すると考察する。

第3グループは、期待値よりも業績が上がらない電機、機械、半導体などである。これらは、株式市場を牽引していた企業の一部で、企業の先行きは楽観
10 されるにしても、部品不足やiPhone Xに代表される一部製品の不振による影響、短期的な季節要因が影響している。これは過度に期待していた反動であり、トレンドとしての企業の成長性は長期的には変化がない。

以上の3グループの企業業績への不安感の高まりが、最終的には株式市場の反発の鈍さの要因と考えるが、上記のように深刻な問題とは考えていない。日
15 銀がインフレへの転換がやっと進んできたことの現れであり、企業活動の正常化の中で、省力化投資、IT投資、優良労働者への賃金引上げ加速などが活発化し、正の循環が起こることが期待される。

今日、最も懸念されているトランプ政策である。特に、関税引き上げから貿易戦争への発展懸念について、トランプ政策そのものに対する不透明感で、こ
20 れは就任当初からの問題であった。過去の例が示す通り、当初に比べて交渉の中で現実的な政策へ転換することも想定される。実際、日本からの輸出は自動車以外の産業の輸出は減少傾向にあり、以前ほど米国輸出の影響は日本経済にとって大きくない。米国依存の企業から、内需、アジア売上の高い企業へのシフトは必要かもしれない。

25

第2章 機関投資家の役割と行動

第1節 機関投資家の役割

機関投資家とは、顧客の資金をまとめて巨額の投資を行い、運用する法人である。具体的には、国民年金基金、生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、普通銀行などが挙げられる。保険会社の場合は、契約者から集めた保険料を基に運用管理し、銀行の場合は預金者から集めた預金を運用管理する。機関投資家はこういったお金をまとめて運用管理するため、1つ1つの取引額が多く、個人の投資家に比べ、市場に与える影響が大きいことが特徴である。

企業投資家に限らず、投資家は企業の経営を資本面で支えている。企業の資本拡大には資金が必要であり、多くの企業は資金を株式などの外部資金から補充する。投資家が存在しなければ企業の事業拡大も経営も困難になる。投資家の役割は、投資を行う際に企業の見定めをすることから始める。投資リターンは企業が成長しなければ受け取れないため、投資家は企業の成長性を見定めなくてはならない。これが企業の目利きである。将来の成長を期待できる企業に対して、投資家は自分自身の利益のために投資を行う。この投資が企業側から考えるとファイナンス面での支援になる。企業が期待通りに成長し、企業価値が向上すると、投資家がリターンを得ることができる。

第2節 機関投資家の種類

機関投資家は、多くの投資家（顧客）から集めた資金を1つにまとめて、株式投資などで資産運用をする。その集団のことを、ファンドと呼ぶ。個人で投資信託に投資している人がいるが、投資信託で集めたお金を運用するのはファンド（ファンドマネージャー）である。投資信託という商品そのものもファンドと呼ぶ。一口に機関投資家といっても、投資スタイルにはいろいろなタイプがあり、いろいろな集団・会社がある。

図表 2 機関投資家の種類（各種資料から作成）

機関投資家の種類	特徴
・ 投資顧問会社	企業や個人の資産を運用、助言
・ 生命保険会社	人の生死の時に資金を動かす
・ 損害補償会社	損害を得たとき
・ 投資信託会社	多くの顧客からお金を集め、分散投資を行い利益を得る。
・ 年金基金	投資家からお金を集めて、どう投資をするか考える。

出所：各種資料から作成

- 5 投資顧問会社（投資顧問業）というのは、株式投資について投資家への助言を行う会社である。投資家から委託されて実際の運用も手がける。長期投資が得意な会社や、ヘッジファンドのように短期運用を得意としている会社など、タイプはさまざまである。例えば、村上ファンドは、村上世彰氏を中心とした投資グループの通称。このグループの中心にあった企業は株式会社 M&A コンサルティングで、事業内容は投資顧問業である。
- 10 投資信託会社（投資信託委託業）は、不特定多数の投資家から集めた資金をまとめて投資を行う。証券会社や銀行で販売している投資信託商品をつくり、運用している会社である。例えば、JP モルガン・アセット・マネジメント、大和証券投資信託委託、みずほ投信投資顧問などがある。
- 15 日本国内機関投資家で忘れてはいけないのが GPIF（独立行政法人年金積立管理運用）である。年金積立金の管理と資産運用を行う機関で、130 兆円もの

資産を運用する世界最大規模の機関投資家である。他にも保険会社などが、機関投資家として顧客から得た保険料収入をもとに投資を行っている。生命保険会社や年金基金などは、長期的で安定的な投資をメインとしているため、国債などの債券などへの投資比率が比較的多い。国内外の株式にも投資しているが、
5 基本的には株式を長期で保有することを前提としていて、短期的な売買はあまり行わない。

ヘッジファンドは、短期的な売買を繰り返してハイリスク・ハイリターンで大きく稼ぐことを目的にしている投資集団で、信用取引を使って、株価が上がった時も下がった時も利益が出るような運用をしている。攻撃的ともいえる投資法で、相場を激しく動かす存在と言える。ヘッジファンドは、私募投信といわれており、専門的な知識がある限られた投資家から私的にお金を集めるので、比較的自由な運用が可能になる。普通の投資信託は、公募投信と違って、証券会社の店頭などで不特定多数の人向けに売られています。投資の知識が十分でない人も買うので、顧客保護の観点から運用方法に制限があり、ヘッジファンドのような運用はできない。
10
15

第3節 機関投資家の行動方針

1. 機関投資家として求められる責務

～損保ジャパン日本興亜についてのケース・スタディー～

20 社会の公器である企業の株主として、投資先企業の価値向上や持続的成長に資する責務。当社に資金を委託している顧客・受益者の多くは、企業の最終投資家であると同時に従業員や消費者、取引先などとして、投資先企業との間で別の係わりを持つステークホルダーでもある。したがって、当社が受託者責任を果たすために投資収益を最大化しようとする行動は、同時に投資先企業の価値向上や持続的成長を促し、ひいては社会・経済全体の持続的発展に繋がるも
25

のであることが望まれる。機関投資家である当社は、投資収益の多寡のみならず、投資収益の源泉である企業の付加価値創造およびその分配のプロセスに強い関心を持つ責務があると考えられる。

5 公共のインフラである資本市場の参加者として、市場の健全な発展に寄与する責務。資本市場は、価格発見機能と流動性供給機能を通じて効率的な資源配分を可能にしている公共の財産である。資本市場の効率的な資源配分を可能にするためには、多数の参加者による自由で活発な投資行動が必要不可欠だ。したがって、資本市場の存在を前提に持ち、そこから恩恵を受けるプロの市場参加者の一人である当社の投資行動は、資本市場の健全な発展に寄与するものであることが望まれる。

10 機関投資家である当社は、企業の株式を公共の資本市場で取引するにあたり、主体的に評価した中長期の企業価値・株式価値に基づく投資判断を行う責務があると考えられる。

15 2. 投資先企業に対する期待像

責任ある投資家として、投資先企業に対して、資本市場を通じて得た資本を最大限有効に活用しながら企業価値向上と持続的成長を追求し、株主利益の尊重とともに社会・経済全体の健全な発展に貢献することを求める。投資先企業において下記項目が経営目標として掲げられ、その実現に向けてコーポレート

20 ガバナンスを形成する様々な要素や仕組みが有効に機能していることを求める。

イ、社会の需要に応え、付加価値を創造し、長期的に利益を生み出すこと
ロ、適切な雇用・資本政策を採用し、創造した付加価値を適切に配分すること
ハ、公正で正確、かつ迅速な情報開示により、投資家の予見可能性を高めること

25 ニ、社会の一員として倫理的に行動し、環境問題等に対する社会的責任に貢献的であること

3. 取り組み

投資哲学は、「いかなる資産も本来の投資価値を有しており、市場価格は中長期的にはこの投資価値に収束する。したがって、市場価格と投資価値の乖離が超過収益の源泉となる」という考え方である。機関投資家としての当社の社会的使命の一つは、「責任ある投資家の立場を自覚した良質なアクティブ運用を提供することである」との信念から、当社は創業来一貫して、中長期の視点から評価した株式の本源的価値を投資判断の基準とするアクティブ運用を中心に事業展開を行っている。投資先企業の価値向上や持続的成長に関心を払いながら、中長期的な投資収益の獲得を目指すアクティブ運用では、財務情報のみならず非財務情報（ESG 情報など）についても的確に把握することが求められる。また、適切な投資価値を導き出すためには、企業の業績動向の把握と予測にとどまらず、その企業が抱える潜在的なリスクを的確に把握し、評価することが求められる。このような財務情報と非財務情報が統合されたアクティブ運用による価値判断は、企業の経営判断基準との同期を可能とし、運用の実践そのものがコーポレートガバナンスとしての機能を持ち得る。また、このようなアクティブ運用のもとでの主体的価値判断を通じた銘柄売買は、資本市場の価格発見機能と流動性供給機能の一翼を担うものである。当社は機関投資家の責務として、競争原理のもとでの企業家の創意工夫を引き出し、持続的成長へのインセンティブとなるような良質なアクティブ運用の提供を通じて、顧客・受益者に対する中長期的なリターンの拡大を図るとともに、社会・経済全体の持続的発展と資本市場の機能向上に貢献している。

責任ある投資家の立場を自覚した良質なアクティブ運用を提供するため、当社のアナリストやファンドマネージャーが投資先企業や投資候補企業と日常的に対話を行える関係を構築している。そのうえで、投資判断基準である中長期の視点から評価した本源的価値を理解することを対話の軸とし、その源泉とな

る付加価値創造およびその分配のプロセスの把握に努める。中長期の投資価値に基づくアクティブ運用を一貫した運用手法のもとで実践してきた経験は当社の強みである。様々な産業や企業に対する投資経験を持つ当社アナリスト、ファンドマネージャーの知見を活かし、投資先企業や投資候補企業の企業価値の向上と持続的成長に資する建設的な対話を行う。また、当社は投資先企業が先に掲げた期待像に向かって経営されることを望み、その実現に向けて投資先企業に働きかけを行う。万一、期待像に反する経営姿勢が見られれば、それら企業に対して改善を求める。当社はこの行動の一環として、投資先企業の議決権をここで定める理念に則って行使する。コーポレートガバナンスを構成する主要な要素である取締役・監査役(会)、報酬制度、内部統制システム、コンプライアンス、投資家リレーションなどが、期待される役割や機能を適切に果たしているかを吟味し、議案の賛否を判断する。企業との対話に関する顧客・受益者の期待を積極的に受け止め、企業との対話の内容を顧客・受益者に分かり易く報告することを通じて、企業の価値向上や持続的成長を焦点とする当社の対話が投資リターンの拡大に繋がっていることを具体的に実感していただけるよう努める。

第3章 企業のあるべき姿

20 第1節 企業の資金調達手段

1. 資金調達とは企業・組織などが事業に必要な資金を調達することである。

資金調達方法は大きく分けて、自己がすでに有している資本を用いる方法と、外部から新たに調達する方法の2つに分類できる。

上記を細分化してみると、「アセット・ファイナンス」(資産による資金調達)
25 とは、すでに保有している資産を売却し現金化することで資金を得る方法であ

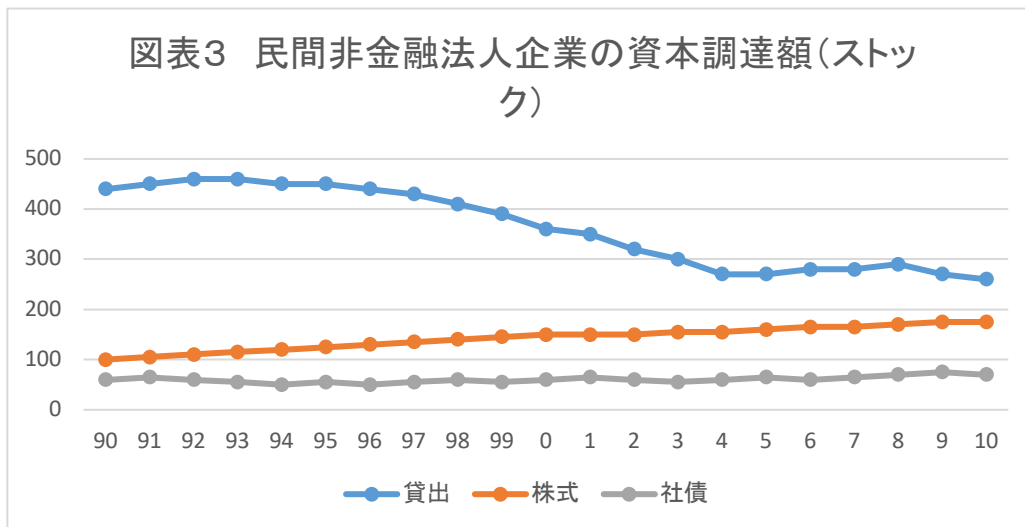
る。「デット・ファイナンス」(負債による調達)は様々あるが、たとえば金融機関からの借入れコマーシャルペーパーや社債の発行による資金の調達などがある。「エクイティ・ファイナンス」は、株式を新たに発行することによる資金調達を指す。資金調達に対応する概念として、資金運用がある。キャッシュ・

5 フロー上は資金調達がキャッシュ・インフローであるのに対し投資はキャッシュ・アウトフローに分類される。

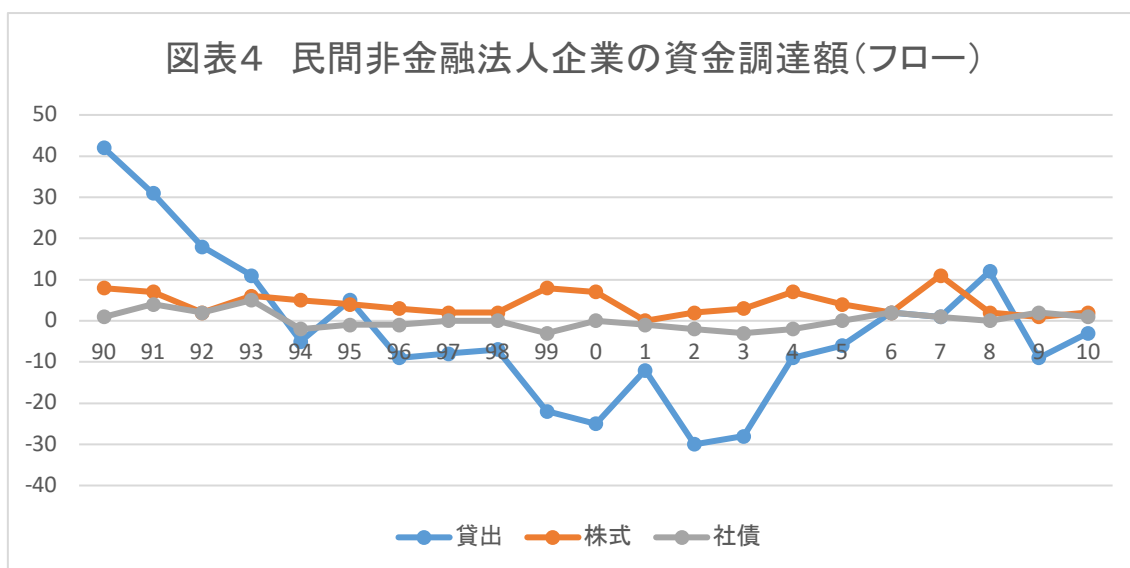
2. 資本市場を通じた資金調達と企業行動

1980年代以降に行われた金融規制緩和により、日本企業の資金調達行動は大きな変化を見せた。図1は、民間非金融法人企業の資金調達残高の推移を示している。これによると、借入が1990年度の461兆円をピークに2010年度の265兆円にまで減少したのに対し、社債はおよそ75兆円程度でほぼ安定的に推移し、株式・出資金は同期間に95兆円から158兆円に増加した。図2は、同じく民間非金融法人企業の資金調達額の推移を示している。1990年代半ば以降、

15 日本の民間非金融法人企業は貯蓄超過傾向にあったため、資金調達総額はおおむねマイナスで推移したが、資金調達額減少の大部分は借入によるものであり、社債はわずかなマイナスにとどまり、株式・出資金はほとんどの年でプラスとなっている



出所：財務省 HP「資本市場を通じた資金調達と企業行動」



5

出所：財務省 HP「資本市場を通じた資金調達と企業行動」

10 このように、企業の資金調達が過去 20 年間に大きく変化するなかで、この間の資本市場を通じた資金調達が企業行動に与える影響については必ずしも明らかにされてこなかった。

第2節 企業価値

1. 企業価値とは企業が持つ有機的一体としての事業の価値を金額で表したものをいう。法人の事業実体がつかみにくく、かつ営む事業の特性に応じた評価が必要となることから、企業価値を一義的に決めることは非常に難しい。なお、一般的に企業価値の計算アプローチ手法としては（i）過年度の蓄積を基礎とするコスト・アプローチ（ii）将来の収益性を基礎とするインカム・アプローチ（iii）実際の売買市場で成立している類似企業の株価を基礎とするマーケット・アプローチの3種類があげられる。

10

2. M & Aにおける企業価値の考え方

投資家やステーク・ホルダーの企業価値への関心は、事業の過去の結果ではなく将来の成果である。有価証券報告書等で目にする貸借対照表、損益計算書は過去の結果である。また、将来の成果について、例えば営業利益が、前年度が100、今年度が200あっても、次の年もまた倍増するとはいえない。しかし、営業利益が出てきた背景として、その会社のビジネスモデル、そこに働く人々、その会社に脈々と流れているDNAなどがあり、それらが価値を生む仕組みである。そのため、M & Aに際しては、過去のB/S、P/L等のデューデリジェンスを行うことによって今まで価値を生んでいた仕組みを洞察し、将来の仕組みと今後生ずる成果を洞察する。将来の仕組みから将来の成果を測ることは、企業価値を推計することである。企業の価値の評価としては、第1に、関係者の合意をみながら評価するマーケット・アプローチによる評価がある。例えば、上場企業は市場株価法である。市場の参加者があそこの会社はいけそうだなと考えたら株価はどんどん上がり、また、逆もある。第2に、別の評価方法は類似会社比較法であり、上場している同じような業界の会社比較し、価値を評価する。第3に、インカム・アプローチによる評価がある。これは、将来生むキ

25

キャッシュ・フローを基本に、リスク対しては割引リスク率を用いて会社の価値を測る、これを DCF 法という。将来の収益を還元するいろいろの方法があるが、DCF 法が代表的な方法であり、M & A における企業価値評価においては中心的な手法である。第 4 に、個別資産をそれぞれの時価に直して純資産を見る方法がある。企業の価値を算出するに当たっては、基本的に以上の 4 つのアプローチが採用されている

3. 企業（事業）価値の評価を巡る諸課題

（1）事業価値と資産価値の評価の相違

10 破綻に陥った企業は、実質的に債務超過で株主価値も消失している。その局面では、貸し手である銀行が企業を保有していることになる。事業再生局面では、銀行が事業の売り手に、産業再生機構や事業に関心のある会社やファンド等が買い手に立つ。事業価値の評価に関して、2 年程度前までは、銀行側と産業再生機構や再生事業会社側の双方の話は全く噛み合わなかったところがあった。即ち、銀行側は、伝統的な日本の手法、即ち静態的な資産評価の積み上げで会社の価値を評価するという手法が基本的なアプローチであった。

（2）キャッシュ・フローでの事業価値評価の課題

20 キャッシュ・フローを基本とした事業価値の評価においてあいまいな部分は、事業計画の将来値、その時のトップラインやそのコスト、P/L、キャッシュ・フローのなどにある。それぞれの事業の基本的性格にもよるが、スケール・メリットが効くのか、規模の不経済性、コスト・ビヘービアを理解しているか等が重要になる。たとえば、シナジー効果については効きそうで効かない場合が殆どであり、簡単に「シナジー」とはいえない。相当深く当該事業に携わらないと
25 実態は分からず、空論に過ぎない場合が多い。たとえば、通信事業はどんな事業特性を持っている事業なのか、同じ通信事業でも携帯電話の事業と固定網と

どう事業特性が違うのか、それぞれの事業で押さえるべき事業特性のポイントが必ずあり、そういった点がなおざりにされている場合が多くみられる。銀行マンは金融一筋だが事業の感覚はよく分からない場合が多く、現在のプライベート・エクヴェーター・ファンドの人間が数字を分析したものは抽象的理屈倒れであることが多い。

(3) 客観的で公正な企業価値とは

DDで客観的で公正な企業価値を判断するに当たって、いわゆる善管注意義務を果たせたといえるためには、DDあるいは価値評価の精度にどの程度の信頼性を持てるか、場合によっては、セカンド・オピニオンを取らないといけないのか、あるいは現在の価値評価の将来についてどのような予測を持てるか、ということが、責任という点からは非常に重要になる。価値評価を担保しているといえるのは、その内容をスポンサー企業や銀行にも提示して市場の規律に晒し、参加者が合意の下で物事が進むからこそ、評価の妥当性についての蓋然性が最も高い。たとえば、再生企業のスポンサー選定するときは、価値評価に関する情報を銀行や関係事業者にも明示し、入札を通じてプロとしての交渉を行い、ある価格のところで売り手側と買い手側が折り合う。それが市場経済の正しい価格という理解である。その価格は高ければ良いというものではなく、経営者、ビジネスモデル等を踏まえた総合的にみても合理的なものであるべきである。

第3節 企業の情報開示

1. 中小企業の情報開示とコーポレートガバナンス

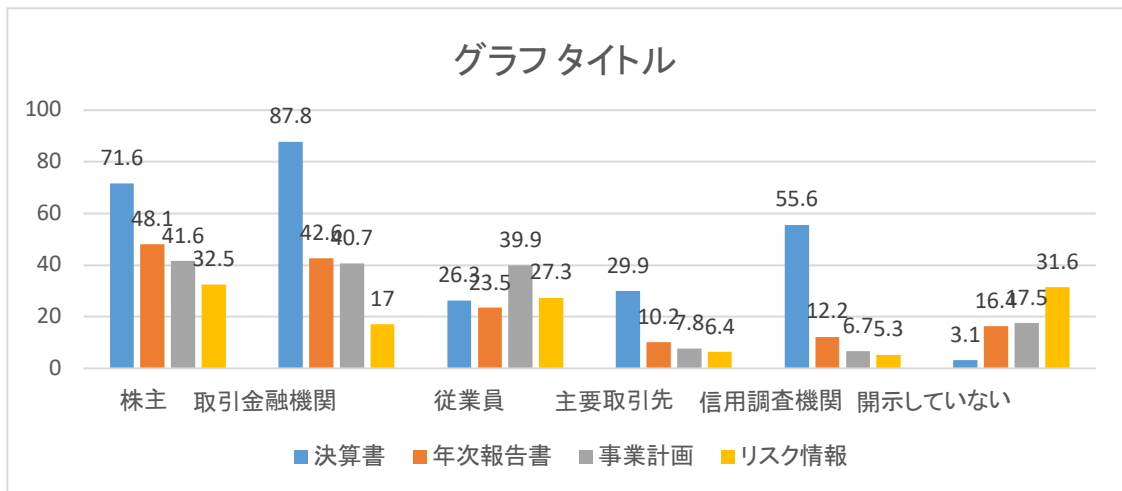
(1) 情報開示(ディスクロージャー)への取組

中小企業が関係者に対して決算書、事業計画書等の情報開示をどのように行っているのかを示している。これによると、中小企業の多くは取引先の金融機

関に対して決算書を提供しているが。しかし年次報告書、事業計画、リスク情報の提供は決算書に比べて行われていない実態が浮かび上がる。このように決算書に比べて年次報告書、事業計画、リスク情報の提供が低調である傾向は株主や主要取引先・顧客に対しても同様である。

5

図表5 企業情報の開示先



出所：中小企業庁「企業の情報開示」

10

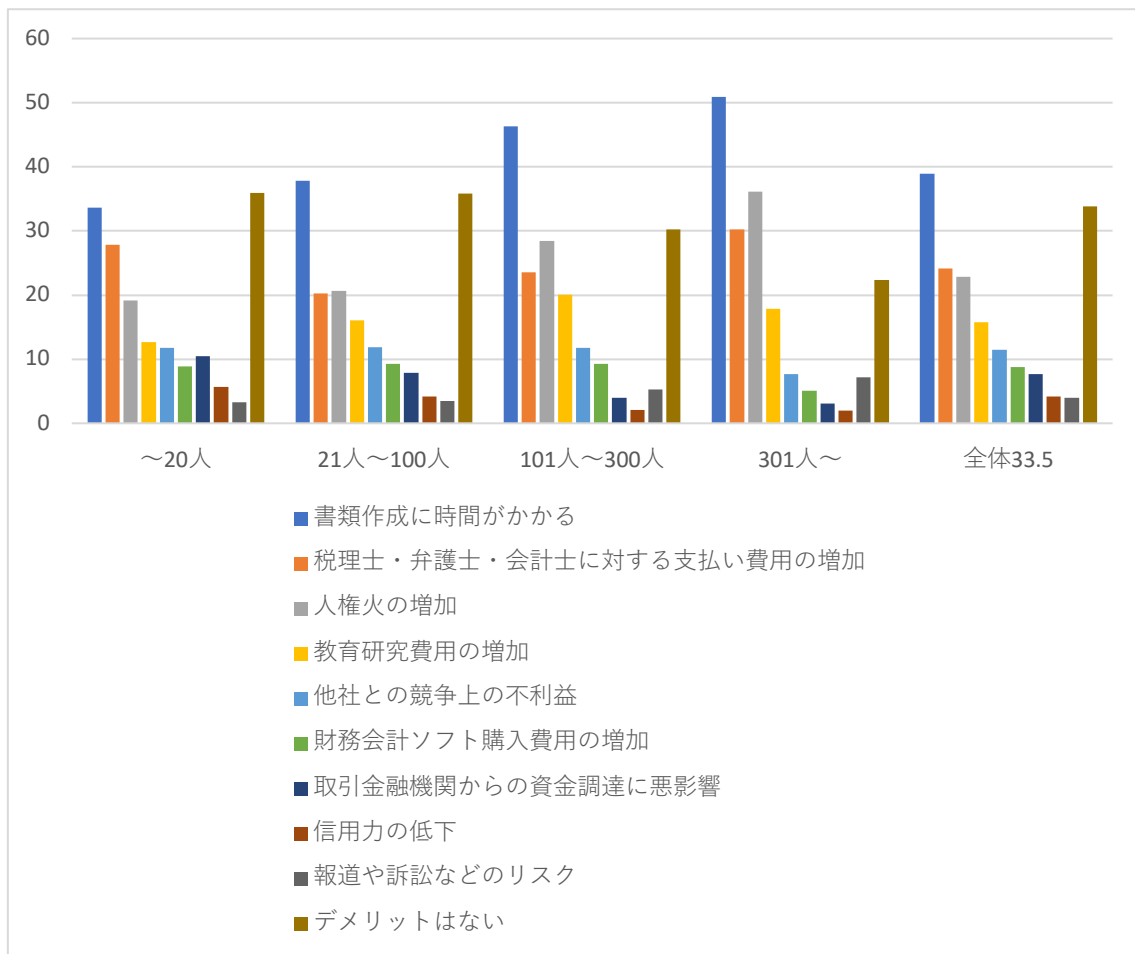
図表6 情報開示に伴うメリット(従業員規模別)



出所：中小企業庁「企業の情報開示」

5

図表7 情報開示に伴うデメリット(従業員規模別)



出所：中小企業庁「企業の情報開示」

10

中小企業はこうしたメリットとデメリットを比較考慮しつつ情報開示の意思決定をしている、また金融機関は一定の情報開示等の条件の下で担保や保証に

依存しない融資に取り組み始めており、情報開示のメリットが増大している。中小企業においては正確で信頼性の高い決算書を提供し、事業計画の作成や事業内容のわかりやすい説明に一層積極的に取り組む必要がある。

5 情報開示への積極的な取り組みは、経営者が情報開示先の外部の目を気にした経営に取り組むようになるという効果がある。また、企業経営の規律強化を通じて適切な経営判断が行われるのに資する面もある。

(2) 中小企業におけるコーポレートガバナンス

以下、中小企業の経営規律に関する問題、すなわち中小企業におけるコーポレートガバナンス(企業統治)について考えてみる。

10 コーポレートガバナンスとは、一般には、企業が内部や外部からの監視や規律を活用し、経営者、株主、債権者等のステークホルダー(利害関係者)のためにどのような活動を行うかを明確に示し、適切な経営判断や経営の効率化を促進する仕組みを意味する。

一般に、大企業と中小企業ではコーポレート・ガバナンスの実態が異なる。

15 上場している大企業については株主が非常に重要なステーク・ホルダーであるのに対し、大多数の中小企業は株式を公開しておらず、代表者自らが株式の大部分を保有している場合が多い。そのため、株主が経営の監視者として機能しない。

20 中小企業が自社にとってのステークホルダーをどのように認識しているかを示している。最も利害関係があると認識している主体が代表者となっているのは当然の結果である。取引金融機関と従業員をステークホルダーとして認識している割合がおおむね同じような水準である点は興味深い。

第4章 インベストメント・チェーンと2つのコード

第1節 インベストメント・チェーン

インベストメント・チェーンとは、資金を提供する投資家と、資金を調達する企業が、共通の価値観に基づいて中長期的な価値向上を目的として協働することで、社会全体の富を増やすことができる、という考え方を指す。インベストメント・チェーンが経済的利益を産み出すための社会的公器だとすれば、その効果を最大限引き出す上で、アセットオーナー、運用受託機関、企業の三者間の時間軸の共有、結節点における対話等の充実、それらを通じた信頼関係の醸成は、欠くことのできない必要な要素といえることができる。インベストメント・チェーンは、主要プレイヤーが目的を持った有意義な情報交換を行うことで活性化される。アセットオーナー、運用受託機関、企業が有意義な情報交換を行う「ノード (node)」、すなわち結節点のあり方は、このチェーンが発揮し得る経済的利益を期待する上で極めて重要な要素である。機関投資家、特に年金基金等のアセットオーナーから運用を受託し、企業との直接の対話の相手方となる運用機関には、短期的な業績動向ばかりにとらわれることなく、中長期的な視点から、深度ある企業評価に基づいて実効的なスチュワードシップ活動を行うことが求められる。その際、機関投資家においては、形式的な基準や助言会社のサービスを機械的に適用するのではなく、各企業の状況に着目したきめ細かな判断を行っていくことが重要である。

運用機関自身のガバナンスの強化や、運用機関とその系列親会社等との関係等から生じうる利益相反のより適切な管理に向け、運用機関は、最終受益者の利益の確保や利益相反防止のため、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。運用機関自身のガバナンスを強化することは、最終受益者の利益に資するとともに、投資先企業のガバナンス等について企業と対話を行う上でも、運用機関自身の信頼性が高まることを通じ、対話の実効性を高めることにつながるものと考えられる。

第2節 スチュワードシップ・コード(SSコード)

スチュワードシップ・コードとは、保険会社や年金資金運用法人などの機関投資家が、投資先企業の株主総会などにどのような態度で望むべきかを定めた行動原則を意味する。本コードは機関投資家について7つの原則により構成される。すなわち、(1)明確な行動指針をつくり、公表する、(2)親会社や取引先などとの利益相反を回避するため、議決権行使を監督する第三者委員会設置など明確な方針をつくり、公表する、(3)投資先企業の状況を的確に把握しチェックする、(4)株価指数に連動して投資する「パッシブ運用」をする投資家を含め、

5
10
15

中長期視点で投資先企業と「目的を持った対話」を通じて、投資先企業との認識を共有し、問題の改善に努める、(5)議決権行使の方針をつくり、個別の投資先企業および議案ごとに賛否を公表する、(6)機関投資家としての責務をどう果たしているか、顧客・受益者に対し、少なくとも年に一度は報告する、(7)投資先企業の持続的成長に役だつように、対話や行動を適切に行うための実力を備えることが定められている。

コードを導入した企業は、原則に基づいて具体的な方針を決める。スチュワードシップ・コードは、機関投資家が適切に議決権行使をしているか否かについての可視性を高める観点から、議案の主な種類ごとに整理・集計する形での行使結果の公表を求めている、しかし、一部の業態においては、議決権行使結果の集計を公表している機関投資家の割合が少ない。議決権行使の透明性を確保する上で、各運用機関等において、このような公表を行うことが重要である。

20

加えて、集計による公表にとどまらず、運用機関等が、自らの活動について最終受益者への説明責任を果たし、透明性を向上させていくためには、個別企業・議案ごとに議決権行使結果を公表することが重要である。米国では、投資信託

25

について、証券取引委員会規則により、議決権行使の透明性を高めるとの観点から、個別の議決権行使結果の公表が義務付けられている。

アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである。自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

- 5 企業においては、様々なステークホルダーと適切に協働しつつ、自らの持続的成長に影響を与えるような環境・社会的な要因などを含む様々な要因も考慮する必要がある。そのうえで、中長期的な視点に立った経営戦略の下、設備投資、研究開発投資、人材投資などが行われることが重要である。アセットオーナー及び運用機関がスチュワードシップ活動を行うに際しては、こうした企業
- 10 の取組みを促していくよう、経営戦略を含む諸課題について、「建設的な対話」に取り組むことが必要である。

第3節 ガバナンス・コード(CGコード)

- コーポレートガバナンス・コードとは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・
- 15 地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。本コードは、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済
- 20 全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。本コードは大きく5つの基本原則で構成され、(1)株主の権利・平等性の確保、(2)株主以外のステークホルダーとの適切な協働、(3)適切な情報開示と透明性の確保、(4)取締役会等の責務、(5)株主の対話、に関する指針が示されている。上場会社の取締役会の責務については、(1)企業戦略等の大きな方向性を示すこと、(2)経営陣幹部
- 25 部による適切なリスクテイクをサポートするような環境整備を行うこと、(3)独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高いモニタリン

グを行うこと、とされている。コーポレートガバナンス・コードを受け入れる企業が、策定し公表しなければならない主なものとして、原案では、以下が挙げられる。

5

図表7 原案

10

- ・ 中長期的な資本政策の基本方針
- ・ 経営理念、経営戦略、中期的な経営計画
- ・ コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針
- ・ 経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続き
- ・ 経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続き
- ・ 株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組み等に関する方針

15

出所：金融庁 HP「機関投資家における実効的なスチュワード・シップ活動のあり方」

20

日本企業がコーポレートガバナンス・コードを受け入れて実行していく過程で、中長期的な収益性・生産性が高まり、雇用機会が拡大し、賃金が上昇し、企業に対する投資のリターンも高まりその果実が最終的に国民に還元され、経済活動の真の好循環が実現することが期待される。

25

むすび

本論文では、証券市場を活性化させるためには機関投資家や企業について知っ

た上で、どうあるべきか、その姿や証券市場を活性化させるための方策を議論してきた。

現在、低金利時代・少子高齢化・年金問題などが問題となっており、資産を蓄積から投資の時代に移り変わっている。投資信託を運用する際にかかるコストを削減することで証券市場の活性化を測る。この点を理解するといった意味でも第1章では証券市場全体について、株式保有構造の変化と共に、その意義や目的を確認し、株式市場の現状を論じた。続く第2章では、機関投資家の役割や種類などを示し、証券市場との関係性を理解するとともに、行動方針などを論じた。第3章では、証券市場の活性化のカギとなる「企業価値」を視点に、企業のあるべき姿を示した。その際、資金調達手段や情報開示のあり方を分析することで、価値向上に向けた現状の企業の取り組みを確認した。そして、第4章では、第2章・第3章でそれぞれ機関投資家・企業に論じたことを踏まえてインベストメント・チェーンとスチュワード・シップ・コード、コーポレート・ガバナンス・コードの2つのコードについて示した。これらの論述を踏まえて、われわれは、以下の提言を行いたい。

参考文献

20

財務省 HP「株式保有構造の変化」

(https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/r121/r121_02.pdf#search=%27%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E4%BF%9D%E6%9C%89%E6%A7%8B%27、2018年10月8日閲覧)

25

財務省 HP「資本市場を通じた資金調達と企業行動」

(https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list6/r112/r112_05.pdf、2018年10月10日取得)

俺たち株の初心者 HP「機関投資家の役割」

5 (<https://orekabu.jp/type-of-investor/>、2018年10月20日閲覧)

俺たち株の初心者 HP「機関投資家の役割」

(<https://orekabu.jp/type-of-investor/>、2018年10月21日閲覧)

10

内閣府社会総合研究所「企業価値」

(www.esri.go.jp/jp/prj/mer/houkoku/0510-04.pdf、2018年10月10日取得)

中小企業庁「企業の情報開示」

15 (www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h20/h20/html/k3230000.html、
2018年10月10日閲覧)

野村証券 HP「スチュワード・シップ・コード」

(www.nomura.co.jp/terms/japan/ko/A02483.html、2018年10月20日閲覧)

20

金融庁 HP「機関投資家における実効的なスチュワード・シップ活動のあり方」

(www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/.../01.pdf、2018年10月20日取得)